

## QUEL RÉGIME JURIDIQUE POUR LES INITIAL COIN OFFERING ?

par **Léo WADA**, docteur en droit, ATER, Université Paris XII, France.

---

**A**u XVI<sup>e</sup> siècle, les conquistadors Espagnols espéraient trouver de l'or en Amérique du Sud à la recherche de l'Eldorado.

Ces conquêtes et ces espérances sont aujourd'hui numériques et nombreux sont ceux qui sont attirés par les promesses des Initial Coin Offering (ICO) ; elles ont connu un développement considérable ces dernières années.

### § 1 – PRINCIPES D'UNE ICO

Une *Initial Coin Offering* est une levée de fond participative en cryptomonnaies. Selon l'Autorité des marchés financiers (AMF), ce « sont des opérations de levées de fonds effectuées à travers une technologie de registre distribué (DLT) qui donnent lieu à une émission de jetons (*tokens*) »<sup>1</sup>.

Les ICO permettent à des entreprises de trouver rapidement des financements sans passer par le *crowdfunding*, le capital-risque ou la vente d'actions. Lors d'une ICO, elles émettent des actifs numériques échangeables contre des cryptomonnaies durant la phase de démarrage d'un projet.

Les actifs numériques sont donc appelés des *tokens* et les ICO sont des ventes de *tokens* (*token sales*) en vue de financer un projet donné.

Les cryptomonnaies sont des monnaies virtuelles, des unités de comptes utilisables sur un réseau informatique décentralisé, de pair à pair fondé sur les principes du codage cryptographique : la technologie blockchain. Selon Blockchain France, c'est une technologie de stockage et de transmission d'informations, transparente, sécurisée, et fonctionnant sans organe de contrôle<sup>2</sup>. Celle-ci fonctionne grâce à une monnaie ou un *token* (jeton) programmable comme le Bitcoin.

On parle alors de la « tokenisation » des entreprises puisqu'une entreprise va mettre en vente un *token* adossé sur un protocole blockchain. En monétique, la tokenisation est le processus qui permet d'échanger les moyens de paiement traditionnels contre des jetons. On échange une donnée sensible comme le numéro de notre carte bleue contre un autre numéro cryptographié (généralement à usage unique) afin de limiter la fraude, de sécuriser et de diversifier les modes de paiement. Cette

---

<sup>1</sup> Consultation publique de l'AMF sur les Initial Coin Offerings (ICOs) 26 octobre 2017, <http://www.amf-france.org/>, 16 p, p. 1.

<sup>2</sup> Site Internet de Blockchain France accessible à : <https://blockchainfrance.net/decouvrir-la-blockchain/c-est-quoi-la-blockchain/>.

tokenisation prend aussi la forme d'un jeton de sécurité : un petit gadget électronique facilement transportable qui agit comme une clé pour prouver son identité. Les grands émetteurs de cartes comme Visa intègrent ces jetons dans leurs *wallets* (portefeuilles électroniques).

Dans l'univers des cryptomonnaies, la tokenisation permet d'échanger des cryptomonnaies existantes avec la cryptomonnaie qui sera utilisée sur la blockchain du nouveau projet.

À cette fin, les entreprises vendent leur propre cryptomonnaie. Elles garantissent la rareté et l'exclusivité de cette création (*Initial offering*). Le prix de vente du *token* est généralement faible durant ces levées de fonds afin d'attirer les investisseurs.

## § 2 – UN FINANCEMENT ALTERNATIF

Les ICO offrent la possibilité aux entreprises de financer un programme, souvent au stade embryonnaire. La pratique intéresse généralement les start-ups spécialisées dans les nouvelles technologies même si les grandes entreprises comme Kodak ou Auplata ont lancé un projet en ce sens. Les entreprises jouent aussi sur l'effet viral de réseau et la croyance des investisseurs dans le projet (une majorité de particuliers d'ailleurs).

Les ICO sont donc le versant numérique des IPO (*Initial Public Offering* : mise en bourse).

Le plus utilisé des jetons est le *token* ERC20 (qui correspond à un standard) basé sur la blockchain Ethereum (la première blockchain à avoir lancé son ICO en 2014). Les ICO ont lieu en grande partie sur ce même protocole.

Le *token* a vocation à être échangé sur les plateformes d'échange des cryptomonnaies ; leur valeur dépendra donc de l'offre et de la demande et de l'usage qui est fait du protocole ainsi que de son succès.

## § 3 – L'ABSENCE DE DÉFINITION JURIDIQUE D'UN TOKEN

À l'inverse d'une action, il est très difficile de savoir ce que représente un *token*. Est-ce seulement un droit d'usage au service ? Les titres financiers sont définis depuis une ordonnance du 8 janvier 2009 à l'article L. 211-1 II du code monétaire et financier. On y retrouve les titres de capital émis par les sociétés par actions, les titres de créance et les parts ou actions d'organismes de placement collectif. Les *tokens* se transmettent aussi de compte à compte de manière simplifiée, mais ne peuvent faire l'objet d'un nantissement sur le compte numérique sur lequel ils sont inscrits. Par ailleurs, les émetteurs de *tokens* ne sont généralement pas des personnes morales et n'ont donc pas de capital social.

Un *token* pourrait s'apparenter à une action (article L. 228-1 du code monétaire et financier) en ce qu'il constituerait une fraction du capital social avec un droit de l'associé dans la société. Le *token* est un bien meuble incorporel représenté par sa valeur nominale.

L'acheteur se charge lui-même de la gestion de ce dernier, ce qui renvoie à des titres nominatifs purs (que l'on appellerait plutôt titres cryptographiques). Néanmoins, l'entreprise ne vend pas une partie de son capital, mais uniquement un droit d'usage.

On ne retrouve pas un droit de vote à l'assemblée générale proportionnel à la quotité du capital détenue, ni un droit à dividende, ni un droit préférentiel de souscription lors d'une augmentation de capital. À tout le moins, on peut estimer que le propriétaire du *token* dispose d'un droit à l'information.

On ne peut pas non plus rattacher le *token* à un titre participatif puisqu'il n'y a pas a priori de rémunération des souscripteurs ni un droit d'intervention dans la vie sociale. De plus, l'émission de ces titres est réservée aux sociétés appartenant au secteur public ou coopératives (article L. 213-32 du code monétaire et financier). Il ne s'agit pas non plus de titres de créance au sens de l'article L. 213-0-1 du code monétaire et financier puisque les jetons émis ne sont pas des instruments conçus dans le but de rembourser un prêt ou de donner le droit à un remboursement monétaire.

L'autorité régulatrice américaine évoque des valeurs mobilières<sup>3</sup>.

En France, L'Autorité des marchés financiers semble tout de même associer le *token* à un titre de capital :

« la qualification juridique de titres de capital ne paraît pas impossible si les *tokens* venaient à conférer des droits politiques et financiers [...]. Notons que le fait que l'émetteur des *tokens* ne possède pas de personnalité morale ne saurait être considéré comme un obstacle nécessairement dirimant à la qualification de titres financiers. Il pourrait être considéré que de telles entités constituent en pratique des sociétés créées de fait »<sup>4</sup>.

Certaines ICO pourraient relever du régime des intermédiaires en biens divers 1 ou 2<sup>5</sup> (article L. 550-1 du code monétaire et financier), régime qui a été modifié par l'article 79 de la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 (loi Sapin II) puisque tous les biens divers sont soumis à un contrôle a priori de l'AMF. À la suite de cette loi, l'AMF a publié une nouvelle instruction qui « détaille les règles relatives à l'établissement et l'enregistrement des documents d'information devant être déposés auprès de l'AMF par les intermédiaires en biens divers »<sup>6</sup>.

Si les *tokens* sont considérés comme des instruments financiers, la directive européenne 2014/64 concernant les marchés d'instruments financiers pourrait s'appliquer.

Ces définitions permettent d'avoir des pistes de réflexion sur la régulation des ICO.

<sup>3</sup> Site internet du U.S. Securities and Exchange Commission, accessible à : [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib\\_coinoffering](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_coinoffering).

<sup>4</sup> Consultation publique de l'AMF sur les Initial Coin Offerings (ICO) 26 octobre 2017, <http://www.amf-france.org/>, 16 p, p. 7.

<sup>5</sup> *Ibid.* p. 9.

<sup>6</sup> Instruction DOC-2017-06 de l'AMF.

Le plus souvent, ces jetons ne constituent pas un titre de financement, ni une action ou une dette financière, mais le prépaiement d'un service. Le jeton sert à l'acheteur pour accéder au service une fois le projet développé. Ce dernier peut aussi l'acquérir dans le but de réaliser une plus-value de cession sur une plateforme électronique d'échange.

## § 4 – DE LA DIVERSITÉ DES TOKENS

L'aspect central du *token* est sa valeur d'usage ; ses fonctionnalités sont multiples :

«un *token* peut représenter un droit [d'usage d'un produit/service, d'accès, de vote, etc.], un moyen de paiement, une réputation [*token* d'Augur, marché prédictif décentralisé], ou encore une unité de valeur d'échange au sein d'une application ou d'un écosystème donné. Cela ouvre alors la voie à un système économique transactionnel entre acheteurs et vendeurs, où les utilisateurs peuvent gagner des *tokens* soit de façon active [via une tâche spécifique], soit de façon passive (ex : accepter de monétiser ses données, ou de monétiser son espace de stockage libre comme propose Storj), puis les dépenser dans les services de l'écosystème donné»<sup>7</sup>.

Le bitcoin est un *token* de type *cryptocurrency* pour effectuer des transactions monétaires.

On distingue généralement les *App tokens* (jetons d'application) des *Decentralized autonomous organization tokens* (jetons qui permettent de prendre part à l'entreprise : forme d'action à droits privilégiés avec des règles de gouvernance et une distribution automatique des fonds selon des contrats intelligents).

Sur 253 ICO analysées entre 2014 et 2017<sup>8</sup>, 2/3 des jetons donnaient accès aux services développés (*tokens* de type *utility/App tokens*) ; 1/4 un droit de vote et un droit de percevoir une partie des profits de l'émetteur sous forme de dividendes (introduction en bourse numérique soumise au contrôle de l'autorité financière). Parfois, les jetons ne sont qu'un mode de paiement et ne donnent pas accès à un service particulier.

Cette diversité des ICO rend l'élaboration d'un cadre réglementaire particulièrement difficile puisque ces opérations doivent être analysées au cas par cas, les droits financiers et politiques étant variables.

Le fait est que le *token* ne bénéficie d'aucun cadre juridique ; les acheteurs n'ont légalement aucun droit (en tout cas aucune des garanties associées aux introductions en bourse sur des marchés

<sup>7</sup> Site internet du ICO MENTOR, accessible à :

<https://icomentor.net/2017/08/06/comprendre-les-tokens-definition-explication/>.

<sup>8</sup> Etude américaine relatée par Les Echos :

[https://www.lesechos.fr/06/10/2017/LesEchos/22545-123-ECH\\_comment-le-marche-des-ico-a-pris-son-essor.htm](https://www.lesechos.fr/06/10/2017/LesEchos/22545-123-ECH_comment-le-marche-des-ico-a-pris-son-essor.htm).

financiers réglementés ou aux autres placements financiers régulés par l'AMF<sup>9</sup>).

Dans le cadre d'une ICO, on pourrait finalement définir un *token* comme une forme de titre financier cryptographique permettant un droit d'usage, un droit financier ou un droit politique sur un service numérique lié à un projet en cours de développement utilisant la technologie blockchain.

## §5 – LES AVANTAGES DES ICO

L'avantage d'une ICO est sa souplesse : son financement est virtuel et peut toucher de nombreux investisseurs (professionnels comme particuliers) à travers le monde.

Il est possible de lever des fonds en quelques heures, voire quelques minutes ou secondes ; ce qui contribue à disposer rapidement de liquidités numériques.

Les étapes de cette levée de fond sont généralement assez peu nombreuses<sup>10</sup> même si la mise en œuvre effective est complexe :

- 1) élaborer le projet ;
- 2) décrire précisément dans un white paper ;
- 3) présenter une équipe (CEO, CTO, CFO, CMO, développeurs...) ;
- 4) s'informer auprès des autorités compétentes (AMF) et des services fiscaux ;
- 5) créer un *smart contract* (contrat intelligent) qui mettra en œuvre la création des *tokens* et les règles d'attribution ; son code doit donc être lisible par tous ;
- 6) prendre les informations nécessaires sur les clients potentiels pour les identifier (*Know your customer*) avec leurs informations d'identité pour sécuriser les transferts bancaires ;
- 7) recruter un ou plusieurs conseillers (*Advisors*) qui apporteront leurs conseils, une crédibilité et une visibilité au projet (généralement des personnes issues du monde de la blockchain) ;
- 8) envisager une prévente avec un tarif préférentiel pour financer la mise en place de l'ICO.

« La durée et le montant d'une levée de fonds sont définis avant le lancement et ne peuvent être modifiés par la suite (marché primaire). Les acheteurs n'étant pas parvenus à participer à l'émission pourront acquérir ultérieurement les jetons auprès des détenteurs (marché secondaire) »<sup>11</sup> ;

<sup>9</sup> Consultation publique de l'AMF sur les Initial Coin Offerings (ICOs) 26 octobre 2017, <http://www.amf-france.org/>, 16p, p. 5.

<sup>10</sup> Site internet de Sébastien Bourguignon accessible à :

<http://sebastienbourguignon.com/2017/10/25/infographie-10-conseils-pour-se-lancer-dans-une-ico/>.

<sup>11</sup> Le blog des fonctions financières accessible à :

<http://www.leblogdesfinanciers.fr/2018/02/05/comprendre-les-levées-de-fonds-par-ico/>.

- 9) communiquer sur le projet (internet, réseaux sociaux, médias, *roadshows*...);
- 10) lancer officiellement l'ICO puis chercher un *listing* sur une plateforme d'échange comme Binance (chaque plateforme a ses exigences).

Ce financement n'est ni du capital ni une dette financière. Il n'y a donc aucune incidence sur les droits de vote et de dividendes des actionnaires de la société émettrice. Les jetons ne constituent pas des actifs financiers, ce qui signifie que l'entreprise n'a pas recourt à l'emprunt et que l'ICO n'a pas de conséquences sur sa capacité d'endettement.

La dernière qualité est à double tranchant puisque l'absence d'un cadre légal contraignant rend cette levée de fond particulièrement simple, mais laisse planer une ombre sur les rapports juridiques entre les investisseurs et la société émettrice.

## §6 – LES LIMITES DES ICO

La difficulté des ICO réside dans leur grande diversité et dans la qualification du *token*. De plus, les cryptomonnaies récoltées sont dépendantes du cours d'une monnaie numérique comme l'ether qui est particulièrement volatile.

Un rapport de l'entreprise Ernst & Young pointe les problématiques majeures des ICO<sup>12</sup> :

- Plus de 10 % des fonds récoltés sont détournés par des pirates informatiques (soit 324 millions d'euros en 2017 ; 8 millions de dollars en ether ont été piratés lors des premières minutes de l'ICO de CoinDash en 2017) ;
- Seuls 23 % des projets lancés ont atteint leurs objectifs à la fin de l'année 2017. Ce chiffre est aussi expliqué par la hausse continue des ICO (400 en 2017) et de leur volume financier (elles se jouent parfois en quelques minutes) ;
- Des défis techniques s'ajoutent aux problèmes de sécurité. Les levées de fond ayant lieu sur internet, il arrive que le site sature comme ce fut le cas pour le projet chinois *the key*.

70 % des ICO se font sur le protocole ethereum qui n'arrive plus à garantir la stabilité de son système.

On peut enfin ajouter une autre confusion dans les ICO : certaines ne respectent pas les règles élémentaires comme l'élaboration d'un *smart contract* (transparence technologique), la publication d'éléments précis sur les conditions de vente et sur le rôle des *advisors*.

C'est ce qui ressort d'une tribune des acteurs de la communauté blockchain<sup>13</sup>.

<sup>12</sup> <http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-research-initial-coin-offerings-icos/%24File/ey-research-initial-coin-offerings-icos.pdf>.

<sup>13</sup> Site internet de MEDIUM accessible à :

<https://medium.com/@AlexStach/ico-limp%C3%A9ratif-de-la-transparence-603a41920741>.



## §7 – UNE RÉGLEMENTATION ÉPARSE

À défaut de règles de droit, les autorités de réglementation comme la *Securities exchange commission* aux Etats-Unis<sup>14</sup> ou l'Autorité des marchés financiers en France donnent seulement des indications réglementaires tout en soulignant les risques d'un tel investissement<sup>15</sup>.

L'AMF a lancé fin 2017 une consultation afin « d'explorer les différentes pistes qui pourraient permettre d'encadrer ces opérations sur la base de bonnes pratiques observées sur le marché »<sup>16</sup>. Elle souligne que la plupart des régulateurs dans le monde appellent à encadrer les ICO sans donner pour autant de détails pratiques<sup>17</sup>.

Aussi peut-on espérer prochainement la publication d'un guide des bonnes pratiques, une précision sur les différents régimes applicables aux ICO ou un label de l'Autorité des marchés financiers pour les ICO réalisées en France comme celle de la start-up DomRaider.

L'AMF a d'ores-et-déjà lancé un programme d'accompagnement baptisé Unicorn (*Universal Note to ICO's Research & Network*) pour aider les porteurs de projet à développer leurs opérations tout en garantissant la protection des acteurs et investisseurs souhaitant y participer.

---

<sup>14</sup> Site internet du U.S. Securities and Exchange Commission, accessible à :

<https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11>.

<sup>15</sup> Site de l'Autorité des marchés financiers accessible à : <http://www.amf-france.org/Epargne-Info-Service/Autres-Infos-et-guides-pratiques/Les-autres-produits-d-investissement/Investir-dans-le-bitcoin-prudence>.

<sup>16</sup> Consultation publique de l'AMF sur les Initial Coin Offerings (ICOs) 26 octobre 2017, <http://www.amf-france.org/>, 16 p, p. 4.

<sup>17</sup> « L'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), la Financial Conduct Authority (FCA) au Royaume-Uni et l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA) en Suisse considèrent que certaines ICOs sont appelées à entrer dans le cadre légal existant relatif aux offres au public de titres financiers ou de la commercialisation d'instruments financiers, tandis que d'autres ICOs échappent à la réglementation existante, sans précision à ce stade sur les critères permettant de catégoriser les différentes ICOs ; aux États-Unis, la Securities and Exchange Commission (SEC) a considéré, à propos d'un cas concret d'ICO, que les jetons émis dans le cadre de celle-ci constituaient des « actifs financiers » et par conséquent que l'opération d'ICO était régie par les lois fédérales américaines dans le cas d'espèce. La SEC a précisé que les lois fédérales s'appliquent à tout « actif financier », quel que soit son mode de distribution ; en Allemagne, la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) a fait savoir qu'au regard du droit national (loi bancaire), les cryptomonnaies sont des instruments financiers. La BaFin régule les prestataires qui fournissent des services d'investissement sur monnaie virtuelles comme elle le fait pour les actions, les dérivés ou les contrats sur devises. Elle n'a cependant pas pris de position générale sur les ICOs à ce jour ; la Monetary Authority of Singapore (MAS) a indiqué qu'elle régule les ICOs au titre du droit existant dans le cas où les jetons sont des produits régulés, en rappelant cependant qu'elle ne régule pas les cryptomonnaies ; - d'autres autorités ont indiqué qu'à ce stade, elles ne régulent pas les ICOs, à tout le moins pas avant d'en avoir une connaissance approfondie. C'est notamment le cas de l'Australian Securities and Investments Commission (ASIC), qui précise avoir une approche neutre par rapport à la technologie concernée et de la Gibraltar Financial Services Commission (FSC), qui entend publier des guidelines en 2018 et faire de Gibraltar un lieu propice au développement des ICOs ». *ibid*, p. 4.

Un groupement de six entreprises européennes spécialisées dans la blockchain ont publié en 2017 leur guide des bonnes pratiques pour favoriser le développement de ce marché dérégulé<sup>18</sup>.

Il existe aussi des entreprises qui accompagnent les projets d'ICO<sup>19</sup>.

Il faut conseiller aux entreprises d'être prudentes ; des questions se posent en matière fiscale puisque les cryptomonnaies peuvent être considérées tant comme des monnaies que comme des actifs. Il est donc judicieux de faire appel à l'administration fiscale par le biais d'une demande de rescrit pour connaître sa situation.

Le marché n'étant pas encore régulé, certains pays interdisent les ICO sur leur territoire (ce qui n'est pas simple à réaliser quand le procédé a lieu sur internet) comme la Chine et la Corée du Sud compte tenu du nombre de fraudes<sup>20</sup>.

## §8 – PERSPECTIVES RÉGLEMENTAIRES

L'AMF concède que : « la grande majorité des offres actuelles risque de n'être soumise à aucune réglementation dont l'AMF assure le respect »<sup>21</sup>.

À cet égard, elle propose quatre options :

1) *Statu quo* et règles de bonnes pratiques. La transparence sera nécessairement au cœur du débat et l'AMF n'a pas fait mystère de ses priorités :

« informer, dans un document unique, de façon claire, exacte, non trompeuse en fournissant des éléments équilibrés sur : - le projet et son évolution - les contreparties pour le souscripteur, les risques et inconvénients afférents - le traitement économique et comptable des fonds collectés par l'émetteur. - les juridictions compétentes en cas de litiges »<sup>22</sup>.

2) « La réglementation « prospectus » s'applique aux offres au public et tous les émetteurs doivent s'y soumettre même si les montants levés sont faibles et les risques maîtrisés. Les ICO seraient alors appréhendées par les textes existants en matière d'offres au public de titres financiers, élargis à cet effet [...] le règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé [...] entrera en vigueur le 21 juillet 2019 et devrait permettre d'élargir le champ d'application du texte aux offres au public de *tokens* »<sup>23</sup>.

3) Un régime d'autorisation applicable à toutes les ICO s'adressant au public en France.

<sup>18</sup> Site internet de ICOCHARTER accessible à <http://www.icocharter.eu/>.

<sup>19</sup> Site internet de ICO MENTOR accessible à : <https://icomentor.net/>.

<sup>20</sup> *Ibid.* p. 3.

<sup>21</sup> Consultation publique de l'AMF sur les Initial Coin Offerings (ICOs) 26 octobre 2017, <http://www.amf-france.org/>, 16 p, p. 10.

<sup>22</sup> *Ibid.* p. 11.

<sup>23</sup> *Ibid.* p. 13.



Ce régime d'autorisation pourrait être inspiré de règles relevant du régime des intermédiaires en biens divers (...) et de règles relevant du régime « prospectus », qui pourront être complétées par des règles ad hoc (...) Les ICO qui n'auraient pas reçu le visa de l'AMF seraient interdites en France et susceptibles de faire l'objet de sanctions pour défaut de visa »<sup>24</sup>.

4) « Un régime d'autorisation optionnel. Les initiateurs des ICO pourraient décider de demander l'autorisation de commercialisation à l'AMF qui délivrerait alors son « visa », ou, au contraire, de ne pas soumettre de dossier à l'AMF. Les offres non autorisées formellement ne seraient pas interdites, mais devraient, si elles sont présentées en France, contenir obligatoirement une mise en garde indiquant clairement cette absence de visa de l'AMF. L'adoption d'une telle législation permettrait à l'AMF de sanctionner les manquements aux règles prévues »<sup>25</sup>.

Les options 1) et 4) nous semblent ici plus pertinentes.

Concernant l'option 2), il n'est pas certain que la réglementation Prospectus soit tout à fait adaptée aux ICO ; elle ambitionnait plutôt d'alléger la réglementation existante pour les PME<sup>26</sup>.

Ce « prospectus » normalisé avec un résumé limité et la mention des risques afférents au projet bouleverserait la pratique des ICO. S'agissant de l'option 3), il n'y a quasiment aucune contrainte dans le reste du monde qui justifierait en France un régime d'autorisation obligatoire. Il semblerait donc plus judicieux de proposer un accompagnement optionnel pour ces levées de fonds numériques. Cela permettra de ne pas freiner les intentions en ce sens, tout en proposant un cadre réglementaire optionnel qui pourra attester du sérieux du projet et constituer une indication précieuse pour les investisseurs.

Par ailleurs, il est compliqué (si ce n'est illusoire) de contrôler toutes les ICO accessibles aux investisseurs français. Il ne faut pas perdre de vue la dimension internationale des ICO ; le projet peut être lancé de n'importe quel pays.

De ce fait, une réglementation trop contraignante en France ou en Europe pourrait décourager les levées de fonds en cryptomonnaies sur notre sol.

## §9 – NON-DROIT ET DROIT DES ICO

Le doyen Carbonnier s'exprimait ainsi : « il y a aussi des inhibitions intériorisées, sans qu'il y ait des règles perceptibles pour les commenter : il y a la prudence, il y a la crainte, il y a la sobriété, il y a cette force indéfinissable que l'on appelle le bon sens, le sens commun, c'est une véritable source du droit »<sup>27</sup>.

---

<sup>24</sup> *Ibid.* pp. 14-15.

<sup>25</sup> *Ibid.* p. 15.

<sup>26</sup> A-C Müller, *Information financière – nouveau règlement Prospectus*, Revue des sociétés 2017, p. 597.

<sup>27</sup> J. CARBONNIER, « Paroles de Jean Carbonnier. Propos retranscrits par R. VERDIER », *Droit et cultures*, 48 | 2004-2, 10 mars 2010 URL :

<http://journals.openedition.org/droitcultures/1820>.

On ne saurait trop conseiller, en absence de statut juridique clair, des règles de prudence et de bon sens :

- 1) Investir uniquement ce que l'on est en mesure de perdre et éventuellement s'intéresser à la technologie blockchain sous-jacente. Les projets sont risqués ; en absence de *smart contract*, il faut déposer les fonds sur une adresse *deposit* sans avoir de garanties sur leur retour ;
- 2) Lire avec le plus grand intérêt le livre blanc (*white paper*) qui décrit les raisons et les ambitions du projet. Il n'y a aucune norme précise pour son élaboration. Le mieux étant de comparer avec les *white paper* existant qui ont tenu leurs promesses ;  
Le montant levé est-il cohérent avec l'organisation du projet ?  
Quels sont les objectifs de financement (*hard cap* / *soft cap*) ? Un montant très supérieur aux objectifs initiaux peut être signe d'un *scam* (une arnaque) ;
- 3) Connaître précisément le champ d'activités de la blockchain envisagée : quel secteur serait susceptible d'être intéressé (services, entreprises) ? Y a-t-il déjà une forte communauté qui soutient le projet sur les forums ?<sup>28</sup>
- 4) Analyser le carnet de route (*road map*) qui est le calendrier des différentes étapes du projet ;
- 5) Consulter les membres de l'équipe (*team*) à l'origine du projet (expériences, compétences informatiques, en marketing ou en communication et juridiques). Généralement, il y a le nom et le prénom de chaque membre ainsi que son CV en ligne ;
- 6) Observer les informations remises aux investisseurs et la transparence générale du programme ;
- 7) Se renseigner sur le prix initial du *token* (est-ce qu'il y a eu des préventes ?) et sur sa qualification et son usage (droit de vote ? droit de regard ?), quelle part des *tokens* la société va conserver avec un éventuel préminage ?

## §10 – DE LA NÉCESSITÉ DE MAINTENIR UNE RÉGLEMENTATION SOUPLE

Un monde idéal, « il faut qu'il y en ait de cette espèce » disait Voltaire dans son utopie de l'Eldorado, mais il dénonçait ironiquement cette ambition qui fait fi des réalités humaines.

Un cadre légal pourrait offrir aux ICO une réalité ancrée dans la pratique et protégerait les conquistadors numériques de leurs propres illusions.

Reste qu'il apparaît aujourd'hui très difficile de définir un régime juridique clair face à une pratique internationale et décentralisée (la loi Hadopi nous le rappelle) ; seules des recommandations générales axées sur la transparence et assorties d'un accompagnement des régulateurs pourront répondre à la disparité des ICO et à leur souplesse intrinsèque.

---

<sup>28</sup> Par exemple celui de <https://bitcointalk.org/>.

La prudence doit demeurer le maître mot, son étymologie renvoie à l'acte de penser; en somme, il existe déjà une forme d'autorégulation qui relève de la responsabilité de chacun.

